

Azt hinnénk, Lengyel László rólunk szól, pedig Rilketől idéz. „*Temérdek ember él, de mennyivel több az arc, hiszen senkinek sem elég belőle egy. Igaz, vannak, akik ugyanazt az arcot hordják éveken át, el is kopik persze, piszkos lesz, a ráncoknál megtörik és kinyúlik, mint egy kesztyű... Mások félelmetes gyorsasággal változtatják az arcukat, sorra egymás után, és hamarosan el is hordják mind.*”

Nagyon érdekes Várszegi Asztrik elbeszélése arról, hogy megkísérelte összehozni a pravoszláv és a katolikus egyházfőt. Egy különösen figyelemreméltó mozzanat a pravoszláv egyházfőnek előadott érveléséből: „*Tessék megfontolni, hogy most van egy olyan lengyel pápa, akinek van affinitása az ortodoxia iránt. Ezt az ortodoxiának, amíg szabadságban él, és nem jön megint egy csizmatalp, hogy rátaposson, ki kellene használnia.*” Olyan ember szava ez, akit ha a hit éltet is, képes leszámolni az illúziókkal.

A beszélgetést át- meg átszövik utalások irodalmi művekre. Dosztojevszkij, Tolsztoj, Jung, Umberto Eco, Déri Tibor – teljesen magától értetődőnek hat, hogy jól ismerik a műveiket és bizonyára még nagyon sok más is. Vajon ma hányan tudnak így beszélgetni?

És még egy megszívlelendő figyelemztetés nekünk, a „fehér embernek”: Lengyel László mondja: „*A 2000. évre tett minden utalás és annak minden ünneplése kihívás az iszlámmal, a brahmanizmussal, a buddhizmussal – és mindenki, aki nem keresztény, tehát a világ jóval nagyobb részével – szemben. Ezzel az ezredfordulóval*

bizonyos értelemben a fehér ember’ azt üzeni minden más civilizációnak, hogy igényt tart a további vezető szerepre. Ti pedig, minden egyéb maradékok, legyetek akár világi birodalmak vagy más egyházi hatalmasságok, nektek hozzánk kell csatlakozni, mert nincs más.”

Valóban, érdemes elgondolkodnunk, vajon irántunk való baráti gesztus, szolidaritás, vagy éppen a fogyasztói társadalomhoz csatlakozás igénye, netán prostitúció jelent meg abban, ahogy más kultúrák ünnepelték a mi ezredfordulókat. Várszegi Asztrik szava ehhez: „Sem a győzelmes egyháznak, sem a hódító egyháznak nincs jövője.” És ez sem csak az egyházzal és nem is csak az egyháznak szól.

Osman Péter

Andrew Black–Philip Wright–John E. Bachman–John Davies SHAREHOLDER VALUE –

Az értékközpontú vállalatirányítás részvényesi érték

Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Price Waterhouse Coopers, Budapest, 1999. 310 p.

A Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó és a Price Waterhouse Coopers könyvvizsgáló és tanácsadó cég közös kiadásában egy olyan könyvet tarthat kézben az olvasó, amely a vállalatirányítás egyik legaktuálisabb kérdésével foglalkozik. A szakkönyv elméleti és gyakorlati támpontot kíván adni arról a szemléletről és annak eszközeiről, amely elősegíti a

vállalat értékteremtését, illetve a vállalat sikerét.

Az érték és a siker közgazdaságtani szempontból is normatív fogalom, és ebből következően csak indoklás és érvelés kontextusában határozhatók meg. A könyv e két fogalmat a napjainkban egyre inkább elterjedő angolszász szemlélet szerint közelíti meg: az értékteremtés nem más, mint a vállalat hozama és a vele szembeállított költségek pénzben kifejezhető különbsége, a siker pedig egybevág a vállalat részvényárfolyamának emelkedésével.

A könyv az első részben elméleti bevezetést kíván adni ezen fogalmakról, valamint a címben megjelölt részvényesi érték kiszámításának elméleti alapjait ismerhetjük meg belőle. Mielőtt azonban belevetnénk magunkat az érdemi témák megismerésébe, meg kell birkóznunk az előszók és a bevezetések garmadájával, amelyekben ugyan nem minden esetben találkozunk a lényegretörés erényével, de így legalább több PwC munkatárs és igazgató szakmai megjegyzésével ismerkedhetünk meg. Ennek ellenére egy „külső” szakember véleménye jobban erősítette volna, hogy nem belső terjesztésű munkáról van szó.

Az értékközpontú vállalatirányításnak két szembenálló szemlélete létezik: a részvényesi értéket (shareholder value) fókuszba állító, illetve az érdektulajdonosi (a fordító terminológiája a stakeholders kifejezésre) megközelítés. Az SHV módszer alkalmazásának célja a részvénytulajdonosok vagyonának növelése a vállalat minden részlegében, minden

más cél pedig csak közbenső lehet, az előbbinek alárendelve. A stakeholder szemlélet kitágítja a prioritások skáláját, és számításba veszi a részvényesek érdeke mellett a hitelezők, kötvénytulajdonosok, alkalmazottak stb. érdekeit is. A könyv szerzői a PwC széles körű szakmai tudására és tapasztalatára alapozva az előbbi mellett teszik le a voksot. Kivétel ez alól a vállalatkonszolidációs folyamat, amely során a többi érdekcsoportot is figyelembe kell venni.

Az SHV mellett szóló érvek között elsőként említik a szerzők a magántőke térhódítását, amelyre tipikus példa az Egyesült Államok, ahol az utóbbi évtizedekben a tőkepiacra áramló lakossági megtakarítások jelentős emelkedése volt megfigyelhető. A második meghatározó tényező a piacok (elsősorban a tőkepiac) globalizálódása, az intézményi befektetők térnyerése. A világ tőzsdéin jelen levő befektetési alapok portfóliójuk összeállítása és változtatása közben elsősorban az elérhető hozam alapján döntenek. Nemzetközi verseny alakult ki a tőkéért, amely a világ gazdasági növekedésének motorja lett. Ebben a versenyben a legfontosabb vonzerő az, ha a vállalat folyamatosan értéket hoz létre a befektetők (részvényesek), tehát a tulajdonosok számára. A harmadik tényező az információs forradalom. A számítástechnika fejlődése lehetővé tette új és bonyolult modellek létrehozását, amelyek alkalmazásával feldolgozhatóvá válik a rendelkezésre álló hatalmas mennyiségű és jó minőségű információ. Bár személyes véleményem szerint hosszasan lehetne vitatkozni arról, hogy az

információs forradalom hatása nyomán keletkezett bőséges információt bármilyen modellel is fel lehet-e hatékonyan dolgozni.

A népszerűség negyedik érve, amelyet már a recenzens tesz hozzá a teljesség kedvéért, hogy a részvényesi érték relatíve könnyen definiálható a könyv szerint:

„Részvényesi érték = Vállalat értéke mínusz adósság

$$\text{Vállalati érték} = \frac{\text{Jövőbeli cash flow}}{\text{Súlyozott átlagos tőke költség (vö. p73).}}$$

Talán itt érhető tetten a leginkább az SHV szemlélet egyik alapeleme: míg az eredményre a külső vagy belső szabályozás torzításai hatnak, addig a vállalati cash flow alakulása reprezentálja jobban a vállalat pénzügyi teljesítményét. A szerzők véleménye szerint a vállalat belső és külső értékeléséhez kevésbé hatékony az eredmény alapú mutatószámok használata (pl.: P/E, EPS*), és ezért kell cash flow-ra alapozott módszert bevezetni, pl.: DCF, FCF, EVA™, CVA™, CFROI.

A PwC szakmai és gyakorlati tapasztalataiból leszűrve a szerzők hét olyan tényezőt állapítanak meg, amelyek szoros kapcsolatban állnak a vállalat által teremtett értékekkel: az

* A következő rövidítések a pénzügyi-számviteli szakirodalomban gyakran megtalálhatóak, és döntő többségük meghatározását e könyv is tartalmazza: P/E – Price per Earnings, EPS – Earnings Per Share, DCF – Discounted Cash Flow, FCF – Free Cash Flow, EVA™ – Economic Value Added, CVA™ – Cash Value Added, CFROI – Cash Flow Return On Investment.

árbevétel növekedési üteme, működési eredmény-ráta, a fizetett adó aránya, az árbevételhez viszonyított forgótőke, tőkeköltség, növekedési periódus.

Az első részben néhol pontos, máshol pedig felületes elméleti összegzéssel találkozhatunk, amely a fenti értéktényezőket és ábrákat írja körül. Sajnos az olvasó szarvashibákkal is találkozhat itt, amelyek nagyban rontják a szakmai színvonalat. Példának okáért a CAPM (Capital Asset Pricing Model) alapegyenletét szakmai vagy nyomtatási pontatlanság miatt rosszul adták meg (ld. p54.) de később (ld. p55.) legalább a hiba egyik felét kijavították.

Az elméleti rész szakmailag felemásra sikeredett. A pontatlan definíciók és a helyenként nem kellő részletezettség nem segíti kellően a rész megértését. Ezután joggal merülhet fel az olvasóban az a kérdés, hogy miért is kell egy vállalatnak az SHV-módszert stratégiai gondolkodásának középpontjába állítani. A szerzők azonban elébe mennek ennek a kérdésnek (ld. p97) és válaszukban felsorolnak néhány vállalatot, amelyek ezt a módszert követik, majd több ábrán azt mutatják be, hogy ezek a vállalatok rendre jobb teljesítményt nyújtottak a piaci átlaghoz (a megfelelő tőzszeindexhez) képest az 1992–1997 időszakban. Ez nemcsak értelmetlen ön-PR tevékenység, mivel semmi logikai alapja nincs az ilyen következtetés levonásának, hanem látványos szakmai mélypont is. A fenti periódusban ugyanis folyamatos tőzszeindex-emelkedés volt tapasztalható, és az, hogy egy indexnél pl. másfélszer többet

emelkedett egy részvény árfolyama csak arra lehetne példa, hogy a CAPM-mel összhangban a részvénybefektetés nagyobb kockázatot képvisel, a béta 1,5 körül lehet.

- A könyv második része a gyakorlati alkalmazás kérdéseit tárgyalja. A szerzők először sorra veszik az SHV módszer nyújtotta előnyöket, eljárásokat. Bár az elméleti megközelítés alapvetően nem változik és a vállalati példák helyett különböző vezetők fontos megjegyzéseivel, mottóival találkozunk, de ez is elvezet az értékközpontú menedzsmenthez (value based management), a modern vállalatvezetés alapvető módszeréhez. Erről azonban egy másik könyvet ajánlanak a szerzők, amely történetesen szintén a PwC szellemi munkájának gyümölcse. Ezt követően az SHV tükrében megismerhetjük a vállalatkegyesülések és a felvásárlók területével kapcsolatos problémákat, majd a vállalatok talpra állításának folyamatában találkozhatunk az érték-újratereztetés elemeivel. Ebben a folyamatban – mint azt korábban említettem – nem a részvényesek érdekeit kell kizárólag figyelembe venni, hanem ideiglenesen olyan csoportok érdekei is előtérbe kerülnek, kvázi végső célként, mint például a hitelezők, vevők, alkalmazottak, azaz a stakeholderok. Sajnos itt is kevés az igazán gyakorlati példa, de talán ezért kárpótolják az olvasók a szemléletes folyamatábrák és táblázatok.

- A harmadik rész tartalmazza a könyv legtöbb „hozzáadott értékét”. A PwC nemzetközi tapasztalatainak felhasználásával a szerzők részletesen mutatják be az üzleti élet számos szektorának specifikus jellemzőit az

SHV szempontjából. Az ágazatokról (high-tech, gyógyszeripar, közüzemek stb.) részletes elemzést kapunk, amely kiegészül a fontos tendenciák és a mindennapok meghatározó folyamatainak hatásaival. A mikroszint után tágítva a vizsgálat körét megismerhetjük az SHV-t a világ egyes részein. Habár a területi korlátok miatt a fejezet tömör, és néha megkívánná a mélyrehatóbb elemzést és leírást, ettől függetlenül hasznos és átfogó ismeretekkel lehet gazdagabb az olvasó. Kitüntetett szerepet kap az elemzések sorában Japán gazdasága, amely csak az utóbbi években kezdett szembesülni a globalizált tőkepiac kihívásaival. E helyen a könyv a speciális részvénytulajdonosi struktúra (mochiai) megváltozását és a bankrendszer átalakulását vetíti előre. Szerencsésebb lett volna azonban, ha a Magyarországról szóló részt (ld. p243) kibővítik a helyi tapasztalatok tükrében, és értékesebb lett volna az is, ha az 1996-os elemzést aktuálisabb információval újraírják, talán a szerzők, de mindenekelőtt az olvasók érdekeit figyelembe véve.

- A könyv befejező részében – ahogy a 4. rész címe is ígéri – mindeképpen „összeáll a kép”. Gyakorlati példán keresztül ismerhetjük meg az értékjelentés (value reporting, VR) fogalmát és elkészítésének elveit, amely a tulajdonosok és befektetők számára egyaránt hasznos, újfajta „jelentéskészítési szempontrendszer”. A VR alapvetően a jövő értékteremtőire orientálva tudatosítja a tulajdonosokban a vállalat fejlődési irányát és „kommunikál” a befektetők (leendő tulajdonosok) felé. Ezzel egy újabb megállapításhoz

jutunk el, mégpedig a befektetőkkel való intenzív és hatékony kommunikáció fontosságához. Ez az a kulcsszó, amely egyik pillére a részvényesi értéket középpontba állító vállalatirányításnak.

Hogyan tovább? – teszi fel a kérdést a szerkesztő, de sajnálatos módon a lehetőségeket egy irányba szűkíti le. Válasza a kérdésre a PricewaterhouseCoopers magyarországi címe, nem pedig egy jól strukturált irodalomjegyzék. A szakirodalmak felsorolását nem pótolhatja a szórványos lábjegyzet sem, amely pedig nemcsak a továbblépés szempontjából volna elengedhetetlen, hanem közölhetné, milyen szakmai anyagból merítettek a szerzők. Ezért és a pontos hivatkozások hiánya miatt sem tudja sokszor eldönteni az olvasó, hogy a szerzők plagizálnak-e vagy eredeti gondolataikat osztják-e meg vele.

A magyar kiadás koprodukció, amelyben sajnálatos módon nem alakult ki a Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó kiadási gyakorlatának és a PwC szakmai tapasztalatainak legjobb szintézise. Számos – a témához szorosan hozzátartozó – gyakorlati problémára nem kaptunk választ a könyvből, pl. az SHV-nak az ösztönzések rendszerébe való illesztése, vagy konkrét vállalat elemzése. Ennek ellenére gondolatébresztőnek tartom a PwC szakmai teamjének munkáját, de hogy miért kellene egy vállalatnál kizárólagosan az SHV módszert alkalmazni, arra e könyvből nem kaptunk meggyőző választ.

Komáromi György